

# 上市公司的股利政策究竟 迎合了谁的需要<sup>\*</sup>

))) 来自中国上市公司的经验数据

黄娟娟 沈艺峰

(厦门大学管理学院 361005)

**=摘要>** 上市公司为什么要支付股利? 传统的税收理论、信号模型以及代理假说等公司股利政策理论实际上都没最终完整地解释清楚这个 /股利之谜<sup>0</sup>。最近美国学者 Baker和 Wurgler从行为公司财务角度出发提出了股利迎合理论, 该理论认为公司支付股利的主要原因在于, 管理者为了提高股价理性地迎合了股东对股利不断变化的偏好。本文认为, Baker和 Wurgler提出的股利迎合理论忽略了上市公司股权结构的特征。在股权高度集中的上市公司里, 管理者制订股利政策主要是为了迎合大股东的需求, 广大中小投资者的股利偏好往往被忽视。本文以 1994年至 2005年间我国的上市公司为样本进行检验, 研究结果支持了我们所提出的理论观点。

**=关键词>** 股利政策 大股东 迎合理论

从 1994年到 2005年, 我国上市公司共支付了 6530次股利, 其中共计支付现金股利 40341.68亿元。当年支付股利的公司占当年全部上市公司的平均比例达 60%。为什么上市公司要支付股利? 传统的税收理论、信号模型以及代理假说等公司股利政策理论实际上都没能最终完整地解释清楚 Black (1976) 所提出的这个 /股利之谜<sup>0</sup>。最近由美国哈佛大学 Baker和纽约大学 Wurgler共同提出的股利迎合理论从行为财务出发, 认为公司之所以支付股利, 其主要原因在于管理者必须理性地满足股东对股利不断变化的需求 (Baker和 Wurgler 2004a, 2004b)。但是我国部分学者最近的研究却表明, 我国上市公司管理者并没有迎合投资者的偏好 (王曼舒、齐寅峰, 2005)。那么, 我国上市公司的股利政策没有迎合股东的需要吗? 还是只迎合了部分股东的股利需要? 这是本文需要进行深入研究的问题。

## 一、理论解释

Baker和 Wurgler指出, 基于某些心理因素或制度因素, 投资者往往对支付股利的公司股票具有较强的需求, 从而导致这类股票形成所谓的 /股利溢价<sup>0</sup> (dividend premium), 即支付股利公司与不支付股利公司在平均市场 /账面比率上产生一定的差额。而出现这类 /股利溢价<sup>0</sup> 的现象无法通过传统的股利追随者效应 (dividend clienteles) 来进行解释。股利追随者效应是早期著名的财务学家 Miller和 Modigliani (1961)、Elton和 Gruber (1970) 以及 Black和 Scholes (1974) 等人所提出的一种经典理论假说, 该假说认为处于不同税收等级 (具有不同交易成本或不同的投资约束条件) 的投资者对股利支付水平具有不同的需求, 具体体现在公司股利收益率与投资者的税收等级 (交易成本或投资约束条件) 之间存在显著的

\* 本文系国家自然科学基金重点课题 /公司财务管理若干基础问题研究<sup>0</sup> (项目批准号 70632001) 资助的阶段性研究成果。

相关关系。但是, Baker和 Wurgler最近的研究却发现, 公司的股利政策与市场总股利收益率、总支付比率和股利总增长率无关,  $\beta$  股利与股票价格之间的高度相关性因不同时期具有不同的方向性。<sup>0</sup> (Baker和 Wurgler 2004a p1126)

那么, 为何类似于股利追随者效应等经典理论会失灵呢? Baker和 Wurgler指出, 主要原因在于股利追随者效应假说只考虑到股利的需求方面, 而忽略了股利的供给方面, 从供给方面来看, 在 Baker和 Wurgler看来, 当投资者愿意为支付股利的公司股票付出  $\beta$  股利溢价<sup>0</sup> 时, 管理者倾向于支付股利。反之, 当  $\beta$  股利溢价<sup>0</sup> 为负的时候, 管理者将不愿支付股利。Baker和 Wurgler坦言:  $\beta$  理性的追随者效应必须通过总股利水平的供给反应来得以满足。<sup>0</sup> (Baker和 Wurgler 2004a p1156) 以上就是 Baker和 Wurgler所提出的股利迎合理论的主要内容。

Baker和 Wurgler先后完成两份实证检验来支持他们所提出的理论。在 Baker和 Wurgler (2004a) 的检验里, 他们通过 1962) 2000年 COMPUSTAT数据库里的上市公司数据证明, 当股利溢价为正时, 上市公司管理者倾向于支付股利; 反之, 若股利溢价为负时, 管理者往往忽视股利支付。在 Baker和 Wurgler (2004b) 的检验里, 他们检验了上市公司股利支付意愿的波动与股利溢价之间的关系, 检验样本期间从 1962至 1999年 (包括 1972) 1974年的 Nixon政府股利控制特殊时期)。Baker和 Wurgler同样发现, 当股利溢价为正时, 上市公司股利支付的意愿提高; 反之, 如果股利溢价出现负值时, 上市公司股利支付的意愿降低。以上两项检验均支持了股利迎合理论。

但是, 无论是 Baker和 Wurgler的股利迎合理论, 还是他们所进行的两个检验的样本都是基于股权相对分散、中小投资者法律保护较好的美国证券市场, 他们的文章没有考虑到类似于在中国等股权相对集中、而中小投资者法律保护又较差的国家里, 股权结构对上市公司股利政策所产生的影响。首先, 我国上市公司的股权高度集中, 股权结构被人为分割为流通股和非流通股, 流通股只占了其中不大的一部分, 非流通股  $\beta$  一股独大<sup>0</sup> 的现象十分严重。据统计我国上市公司的流通股股东持股数量约占总股数的比率平均约为 36%<sup>1</sup>, 流通股股东很难对上市公司的股利决策产生影响。其次, 由于非流通股股票不能上市交易, 非流通股股东的偏好无法通过市场价格的形式反映出来, 所以, 我国证券市场上股利溢价实际上只反映了流通股股东的偏好, 而不是全体股东的偏好。王曼舒和齐寅峰 (2005) 的检验内容实际上并没有完全体现全体股东对股利的需要。国内文献研究 (原红旗, 2001, 肖珉, 2005) 也表明, 股利政策很大程度上与大股东套取现金和转移资金的企图有关。综上所述, 我国上市公司股利支付政策很可能并不迎合中小股东的偏好, 而是迎合了大股东的偏好。

与之相反, 非流通股股东因其股票不得上市流通, 主要的套现渠道只有通过现金股利。LaPorta等人 (2000a) 指出, 在根本没有法律保护制度的极端情况下, 大股东可以随意攫取公司的利润。随着中小投资者法律保护的完善, 大股东就必须采取更为隐蔽的手法, 在中小投资者法律保护相当健全的情况下, 大股东能够利用的剥削方式主要就是通过股利支付的方法。其表现形式之一就是, 大股东存在通过影响上市公司股利支付来剥削中小投资者的非理性行为。国内研究文献 (原红旗, 2001, 肖珉, 2005) 表明, 我国上市公司股利政策很大程度上与大股东套取现金和转移资金的企图有关。原红旗 (2001) 认为, 上市公司的控股股东存在通过现金股利从上市公司转移现金的行为。陈信元等 (2003) 研究结论表明佛山照明现金股利可能是大股东转移资金的工具, 并没有反映流通股股东的利益和愿望。肖珉 (2005) 针对现金股利的  $\beta$  自由现金流量<sup>0</sup> 假说和  $\beta$  利益输送<sup>0</sup> 假说两种理论观点进行实证检验, 她的研究结果显示, 我国上市公司支付现金股利不是出于减少冗余现金的需要, 而是与大股东套取现金的企图有关。

因此, 当大股东与中小股东在股利政策上的利益产生分歧尖锐时, 管理者究竟是理性地迎合全部投资者不断变化的需要, 还是仅仅是迎合大股东的需要呢? 笔者认为, 所谓  $\beta$  我国上市公司管理者并没有

<sup>1</sup> 根据  $\beta$  Wind资讯<sup>0</sup> 数据库提供的数据计算。

迎合投资者的偏好 0 (王曼舒、齐寅峰, 2005) 可能只是说明我国上市公司管理者没有迎合流通股股东的需要, 相反, 却可能在很大程度上迎合了大股东对股利的需要。基于我国上市公司高度集中、流通股与非流通股人为割裂的股权结构, 本文深入考察两个问题: (1) 我国上市公司是否存在 / 股利迎合 0 的现象? (2) 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要?

二、研究假设与研究设计

(一) 研究假设

根据以上文献综述的结果, 本文提出如下四个假设:

假设 1 上市公司决定是否支付现金股利时, 并不迎合中小股东的偏好。

假设 2a 股权集中程度越高的公司, 越倾向于支付股利。

假设 2b 股权集中程度越高的公司, 越倾向于支付现金股利。

假设 2c 股权集中程度越高的公司, 倾向于支付越多现金股利。

假设 3 股权集中度越高的上市公司, 其总体股利支付意愿也越强, 上市公司的股利支付意愿与大股东的偏好成正相关关系。

(二) 样本数据的选择

本文的样本数据分别来自色诺芬信息服务有限公司提供的 / CCER 中国证券市场数据库 0、深圳国泰安信息技术有限公司提供的 / CSMAR 0 数据库和上海万得资讯科技有限公司提供的 / Wind 资讯 0 数据库。本文选取 1994 年至 2005 年在沪深交易所主版的全部上市公司, 从中剔除了数据不完整的公司、ST 或 PT 的公司、净资产为负数的公司、上市时间不满一年的公司 (截止至 2005 年 12 月), 各年的样本公司数见表 1。

(三) 研究变量的确定

1 股利溢价 P (D- ND) 的计算

本文根据 Baker 和 Wurgler (2004a) 选取支付股利和不支付股利的公司的平均市场账面价值比 M / B 的对数值之差 P (D- ND) 来衡量股利溢价, 计算公式如下:

$$P(D-ND) = [\log(M/B)]^D - [\log(M/B)]^{ND}$$

其中, P (D- ND) 表示 / 股利溢价 0; 等式的第一项表示支付股利公司的平均市场账面价值比的对数; 第二项表示不支付股利公司的平均市场账面价值比的对数。其中求平均数采用了按公司的市值等权平均 (EW) 的方法计算。

2 股利支付指标的计算

股利支付变量通过以下两方面指标来衡量:

(1) 衡量市场总体股利支付情况的指标

在考察一段时间内市场总体股利支付情况时, 本文参照 Fama 和 French (2001), 用 / 是否支付股利 0 来构造研究变量°, 定义:

$$Initiate_t = \frac{N_{\text{pay}}s_t}{N_{\text{nonpay}}s_{t-1} + D_{\text{delis}}n_{\text{pay}}s_t}; \text{Continue}_t = \frac{O_{\text{ld}}P_{\text{ayers}}s_t}{P_{\text{ayers}}s_{t-1} + D_{\text{delis}}N_{\text{onpay}}s_t}; Om it_t = 1 - \text{Continue}_t$$

其中: Initiate 表示从 t- 1 期末未支付股利而第 t 期支付股利的存续公司所占的比重; Continue 表示从

表 1 样本公司数

年份	沪市样本公司数	深市样本公司数
1994	86	40
1995	108	73
1996	234	160
1997	314	266
1998	350	290
1999	386	328
2000	459	354
2001	543	376
2002	611	378
2003	674	378
2004	731	427
2005	701	394
总计	5197	3464

° Fama 和 French (2001) 认为, 选择 / 是否支付股利 0 来构造变量而不采用股利支付率和股票收益率是因为, 股利支付率容易受公司盈余的情况影响, 而股票收益率则受到股价波动的左右; 只有是否支付股利是一个较为纯粹的财务决策变量。

$t-1$ 期支付股利而第  $t$ 期继续支付股利的存续公司所占的比重;  $Om_{it}$ 表示第  $t$ 期停止支付股利的续存公司所占的比重。 $Payer_{it}$ 表示第  $t$ 年支付股利公司的数量;  $NewPayers_{it}$ 表示第  $t-1$ 年末支付股利而第  $t$ 年有支付股利的公司数量;  $OldPayers_{it}$ 表示第  $t-1$ 和  $t$ 年都支付的公司的数量;  $ListPayers_{it}$ 表示第  $t$ 年新增样本公司中支付股利的数量;  $NonPayers_{it}$ 表示第  $t$ 年没支付股利公司的数量;  $NewNonPayers_{it}$ 表示第  $t-1$ 年支付股利而第  $t$ 年末支付股利的公司数量;  $DelistPayers_{it}$ 表示第  $t-1$ 年有支付股利而第  $t$ 年被摘牌的公司数量。

## (2) 衡量各个公司股利支付情况的指标

定义  $Div\_01_{it}$ 表示  $i$ 公司第  $t$ 年是否支付股利,  $Div\_01_{it}$ 等于 0 表示不支付股利, 等于 1 表示支付了股利;  $DIV\_cash\_01_{it}$ 表示  $i$ 公司第  $t$ 年是否支付现金股利,  $DIV\_cash\_01_{it}$ 等于 0 表示不支付现金股利, 等于 1 表示支付了现金股利。

$D/P$  是公司的股利支付率, 以公司的每股股利除以股价计算, 表示公司支付现金股利的数量多少。

## 3 股利支付意愿的计算

Fama和 French (2001) 指出, 股利支付意愿 (PTP) 即实际的支付股利公司的比例与预期平均股利支付比例之间的差额, 用来衡量公司支付股利的意愿, 若 PTP 较大, 则认为公司支付股利增加或公司更倾向于支付股利, 反之若 PTP 较小, 则认为公司更不倾向于支付股利。本文借鉴了王曼舒、齐寅峰 (2005) 对 Fama和 French (2001) 方法的改进”。

为了考察上市公司股利支付意愿与股权集中度的关系, 进一步把各个年度的上市公司按照股权集中度的大小分为十组, 按照上面介绍的方法, 分别计算出各组的股利支付意愿  $PTP_{it}$ , 其中  $i$  为 1~10 的整数, 表示组号, 组号越小表示股权集中度越小, 反之股权集中度越大;  $t$  表示年度。

## 4 股权集中度指标的计算

股权集中度主要可以通过大股东持股比例来表示。本文主要采用第一大股东持股比例 ( $H1$ ) 来反映大股东持股比例。

为了使比较的结果更为直观, 本文按照股权集中度的大小将样本公司等分为十个组, 编号为 1~10, 以  $DecilH1_{it}$ 表示  $i$ 公司第  $t$ 年股权集中度的组号。

## 5 控制变量的计算

除了股权集中度之外, 公司的股利政策可能同时还要受到公司特征的影响。在对股利支付进行估计时, 加入了可能对股利政策产生影响的公司特征控制变量, 包括公司规模、投资机会和盈利能力, 变量定义如下:  $SZP_{it}$ 是公司在深圳证券交易所的市场资本化率, 表示公司规模;  $M\_B_{it}$ 是公司的市值面值比, 表示投资机会;  $E\_A_{it}$ 是公司的息税前总资产收益率, 表示盈利能力。

## (四) 检验方程

为了检验假设 2a、假设 2b和假设 2c, 本文分别构建了如下 Logit回归模型,

模型 1  $Pr(Div01_{it} = 1) = \text{logic}(a + \beta H1_{it} + N_{it})$

模型 2  $Pr(Div\_cash\_01_{it} = 1) = \text{bgic}(a + \beta H1_{it} + N_{it})$

模型 3  $D/P_{it} = a + \beta H1_{it} + \beta M\_B_{it} + \beta SZP_{it} + \beta E\_A_{it} + N_{it}$

其中: 解释变量是股权集中度 ( $H1$ ), 被解释变量分别为公司是否支付了股利 ( $Div01$ )、公司是否支付了现金股利 ( $DIV\_cash\_01$ ) 以及股利支付率  $D/P$ , 控制变量为公司的投资机会 ( $M\_B_{it}$ )、公司规模 ( $SZP_{it}$ ) 以及公司的盈利能力 ( $E\_A_{it}$ )。

为了检验假设 3, 本文进一步构造多元回归模型如下:

»  $PTP_{it}$ 的具体计算的方法是: 首先, 以深交所上市公司的数据, 采用 Logic回归法估计出各年度上市公司的特征与股利支付的关系。然后, 用估计方程来计算上交所各公司支付股利的可能性  $Pr(DivCash01 = 1)$ , 并求出  $Pr(DivCash01 = 1)$  的算术平均的值, 表示各个年度预期平均支付股利公司占总数的比例。第三, 计算各个年度实际的支付股利公司占总数的比例, 其值为实际当年支付股利的公司数除以当年样本总数。最后, 用预期平均的支付股利公司所占比例减去实际支付股利的公司所占比例, 以二者的差来衡量  $PTP_{it}$ 。

模型 4  $PTP_{it} = a + bDecilH1_{it} + cMean\_M\_B_{it} + dMean\_SZP_{it} + eMean\_E\_A_{it} + N$

模型 5  $PTP\_Cash_{it} = a + bDecilH1_{it} + cMean\_M\_B_{it} + dMean\_SZP_{it} + eMean\_E\_A_{it} + N$

其中：解释变量为股权集中度（H1），被解释变量分别为公司的股利支付意愿（ $PTP_{it}$ ）和现金股利支付意愿（ $PTP\_Cash_{it}$ ），控制变量为公司的平均投资机会（ $Mean\_M\_B_{it}$ ）、公司平均规模（ $Mean\_SZP_{it}$ ）以及公司的平均盈利能力（ $Mean\_E\_A_{it}$ ）。

### 三、检验结果与分析

#### （一）上市公司的股利政策是否迎合了中小股东的需要

图 1 描述了我国上市公司是否支付现金股利的决策与流通股溢价之间的关系。首先，股利溢价  $P(D-ND)$  在大多数年度接近 0 甚至小于 0，由此可见长期来看我国的广大流通股股东对于股利的偏好处于较低水平，所以各年的股利溢价大多为负数，然而实际上有 60% 的上市公司都选择了支付股利，这与股利迎合理论是相互矛盾的，流通股股东的低偏好并没有影响股利政策；其次， $P(D-ND)$  高低趋势与 *Omit*（上年支付股利而今年不支付的公司比重）的趋势基本一致，与 *Initiate*（上年不支付股利而本年支付的公司比重）和 *Continue*（上年支付股利本年继续支付的公司比重）的趋势则恰好相反，这进一步说明公司的股利决策与流通股股东的偏好不仅不一致，甚至竟然是完全背离的，说明上市公司的股利政策没有考虑广大中小股东的偏好。图 1 表明，我国上市公司股利支付的动机与 Baker 和 Wurgler (2004a) 的股利迎合理论的推断不一致。

图 2 显示了我国上市公司的股利溢价与公司支付意愿变化之间的关系。如图所示，我国上市公司的  $PTP$  的变化与  $P(D-ND)$  呈现出一种完全背离的关系。当  $P(D-ND)$  为负的时候， $PTP$  增加，而  $P(D-ND)$  为正时， $PTP$  反而减少了，二者变化方向恰好相反。这种背离关系表明公司制订现金股利政策时并不迎合流通股股东；从中小投资者所持有的流通股角度来看，Baker 和 Wurgler 所提出的股利迎合理论无法解释我国上市公司股利现象。这个结论也与王曼舒和齐寅峰 (2005) 的实证结论相符。

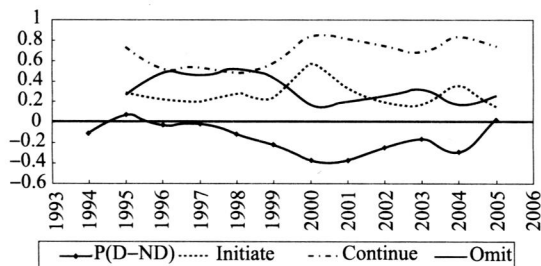


图 1 股利溢价  $P(D-ND)$  与公司是否支付股利的决策

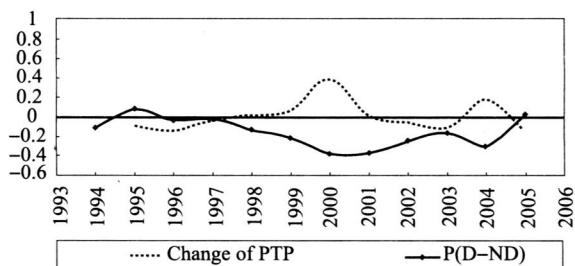


图 2 股利溢价  $P(D-ND)$  与股利支付意愿 ( $PTP$ ) 的变化

#### （二）上市公司的股利政策是否迎合了大股东的需要

图 3 显示了股权集中度 (H1) 与公司是否支付股利、是否采用现金股利以及支付数量之间的关系。容易看出，随着第一大股东持股比例的增加，支付股利的公司所占比例和支付现金股利的公司所占比例都逐渐增加，以股利收益率  $D/P$  表示的股利支付数量也随之增加。也就是说，股权集中度越高，公司越要选择支付股利，越倾向于支付现金股利，而且倾向于支付越多现金股利。<sup>4</sup>

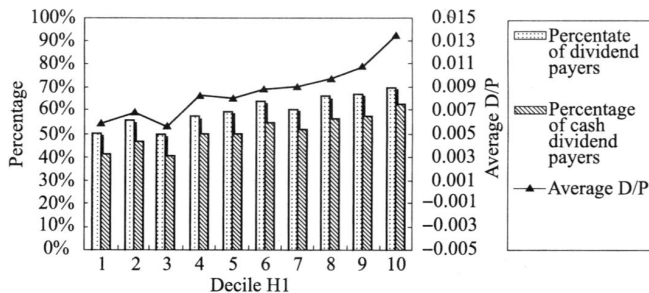


图 3 股权集中度 (H1) 与股利支付

<sup>4</sup> 当采用前五大股东持股数量的 Herfindahl 指数 (HH5) 来衡量股权集中度时，它与股利支付之间也有类似的关系。本文以下各处的股权集中度均采用 HH5 进行了稳健性检验，结果与采用 H1 类似，为节省篇幅，故略。

图 4是股权集中度与股利决策变化的关系。图中显示,随着第一大股东持股比例的增加,上年支付股利今年继续支付的公司比例 (Continue) 基本上保持在 70% ~ 80%左右的高水平上。但是,上年不支付股利当年选择开始支付股利的公司比例 (Initiate) 则从 19%激增到 49%以上;而往年支付股利当年停止支付的公司比例 (Omit) 则从 60% ~ 89%降至 50%以下。总之,股权集中度越高,原来支付股利的公司大多都不会选择停止支付股利,而原来不支付股利的公司越来越倾向于支付股利了。

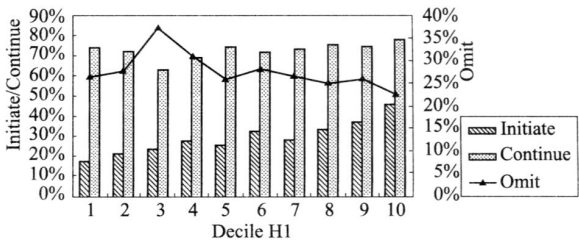


图 4 股权集中度 (H1) 与市场总体股利支付

表 2列出了模型 1、模型 2和模型 3的回归结果,分别对假设 2a、假设 2b和假设 2c进行检验,考察公司股权集中度对公司股利支付的影响,三个模型的解释变量都是股权集中度 H1。模型 1的被解释变量为公司是否支付股利。数据表明,在 1994年至 2005年 12年间共 24个回归的结果中,19个回归方程的股权集中度系数都是显著为正的,而且其中有 18个回归系数的 P值都小于 9%。这个结果支持了假设 2a,即股权集中程度越高,公司越倾向选择支付股利,二者呈现显著的正相关关系。模型 2的被解释变量为公司是否支付了现金股利,从表中看,1994年至 2005年 12年间的 24个回归的结果中所有股权集中度回归系数符号均为正数,而且 24个回归方程中有 18个回归方程的股权集中度系数显著,1998年以后的全部 14个回归系数的 P值远小于 1%。这个结果同样支持了假设 2b,即股权集中程度越高,公司越倾向于支付现金股利,二者也呈现显著的正相关关系。模型 3考察了股权集中度 H1与股利支付率 D/P的关系。结果显示, H1与 D/P成显著的正相关关系,也就是说,股权越集中公司支付越多的现金股利,这一结论支持了假设 2c。

表 2 股权集中度与股利支付

年份	模型 1				模型 2				模型 3			
	常数		H 1		常数		H 1		常数		H 1	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
1994	11749*	0.014	11769	0.301	0.360	0.420	0.011	0.282	0.030**	0.000	0.008	0.551
1995	21214**	0.000	- 21022	0.053	- 0.154	0.684	0.008	0.326	0.034**	0.000	- 0.007	0.564
1996	0.256	0.384	11126	0.073	- 1117**	0.000	0.007	0.269	0.016**	0.000	0.000	0.968
1997	- 0.433	0.060	11109*	0.018	- 1130f**	0.000	0.009	0.092	0.014**	0.000	0.004	0.349
1998	- 0.240	0.273	0.611	0.165	- 11228**	0.000	0.011*	0.021	0.014**	0.000	0.009*	0.052
1999	- 0.546**	0.009	11016*	0.015	- 11346**	0.000	0.015**	0.001	0.008**	0.000	0.016**	0.000
2000	0.120	0.563	11584**	0.000	- 0.006	0.978	0.015**	0.001	0.005**	0.000	0.008**	0.000
2001	- 0.069	0.726	11974**	0.000	- 0.162	0.402	0.019**	0.000	0.006	0.000	0.010**	0.000
2002	- 0.529**	0.004	21198**	0.000	- 0.499**	0.006	0.019**	0.000	0.008**	0.000	0.014**	0.000
2003	- 0.492**	0.004	11356**	0.000	- 0.650**	0.000	0.013**	0.000	0.011**	0.000	0.011**	0.000
2004	- 0.352*	0.037	21087**	0.000	- 0.501**	0.003	0.022**	0.000	0.013**	0.000	0.018**	0.000
2005	- 0.570**	0.001	11912**	0.000	- 0.917**	0.000	0.024**	0.000	0.018**	0.000	0.018**	0.000

注:\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著。(下同)

(三) 上市公司的股利支付意愿与股权集中度成正相关关系

Fama和 French (2001) 采用股利支付意愿 (PTP) 来衡量公司总体上支付股利的倾向, Baker和 Wurgler (2004b) 也采用了这个方法。PTP的值越大则认为公司支付股利的倾向越大, PTP的值越小则认为公司支付的倾向越小。图 5显示了我国上市公司的股利支付意愿与股权集中度的关系<sup>1/2</sup>。从图上

<sup>1/2</sup> PTP的计算方法中必须以深市的上市公司为样本进行分组计算,每年按照股权集中度的大小分为 10组,每组计算出一个估计方程,但是 1994年至 1998年各年深市的样本数量较少,每年的样本分别分成 10组之后,每组的样本数小于 30,由此估计出方程系数在统计上不可靠。因此,本文在考察(现金)股利支付意愿与股权集中度的关系时截去 1994年至 1998年,只考虑 1999年至 2005年(分 10组后每组样本数量均大于 30)。

看，股权集中度最小的第一组公司的股利支付意愿最低，最不倾向于支付股利；股权集中度最高的第十组公司的股利支付意愿最高，最倾向于支付股利；股权集中水平中等的第五组公司的股利支付意愿大小恰好位居第一组与第十组之间。由此可见，股利支付意愿与股权集中度之间存在正的相关关系。图 6是现金股利支付意愿与股权集中度，结果也类似，股权集中度越高的组其现金股利支付意愿也越高。

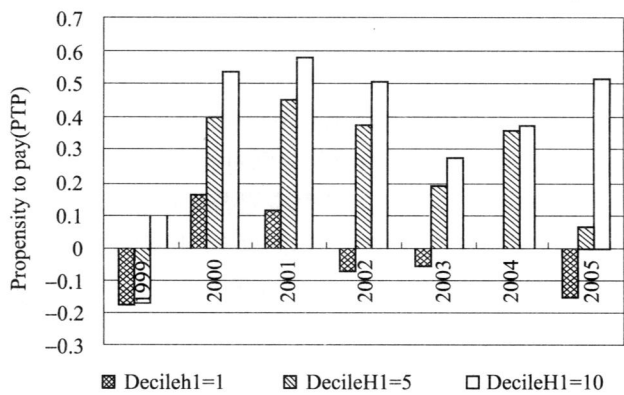


图 5 股权集中度（H1分组）与股利支付意愿

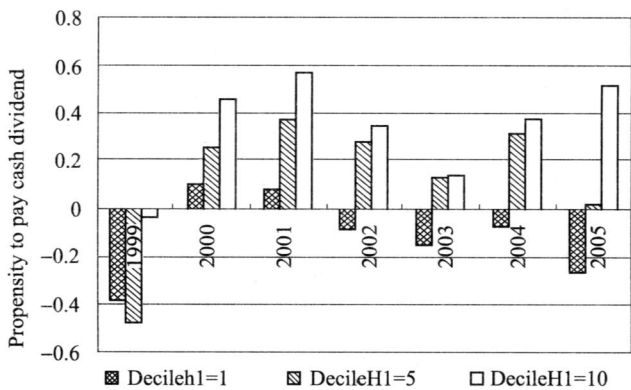


图 6 股权集中度（H1分组）与现金股利支付意愿

为了进一步验证股利支付意愿与股权集中度的关系，模型 4和模型 5构造了直线回归方程。表 3列示了方程回归结果，其中自变量为股权集中度 H1的组号 DecilH1，因变量为（现金）股利支付意愿 PTP。模型 4中 DecilH1的回归系数均为正数，且显著不为 0，可见公司的股权集中度与股利支付意愿呈现显著的正相关关系。模型 5的回归结果表明现金股利支付意愿与股权集中度有正相关关系，因为其中 DecilH1的系数符号也都为正，且均能通过显著性检验。由此可见，回归分析的结果支持了假设 3 我国上市公司的股利支付意愿与股权集中度成正相关关系，股权越集中，公司支付股利的倾向性越强、越倾向于

表 3 股利支付意愿与股权集中度的回归结果

		模型 4		模型 5	
常数	系数	- 01 0458	01 0544	- 01 1499* *	- 01 0394
	P值	01 3397	01 7998	01 0133	01 8833
DecilH1	系数	01 0469* *	01 0321* *	01 0491* *	01 0380* *
	P值	01 0000	01 0265	01 0000	01 0356
Mean_	系数		01 0052		01 0050
M_ B	P值		01 6894		01 7588
Mean_	系数		01 2446		01 1005
SZPt	P值		01 3374		01 7522
Mean_ Et	系数		- 31 1967		- 21 3222
_ At	P值		01 2027		01 4580
F值		371 3235	91 7437	261 6775	61 6121
调整后的 R <sup>2</sup>		341 49%	331 64%	271 12%	241 55%
样本数		70	70	70	70

支付现金股利。

综上所述, 本文研究证明我国上市公司的股利支付与流通股股东的偏好是相背离的; 而且公司的股权越集中, 不但支付股利的可能性越大、支付现金股利的可能性也越大, 并且可能支付的金额也越多; 另外, 公司的股权越集中, 总体的股利支付倾向和现金股利倾向越明显。所有这些证据都表明, 我国的上市公司股利支付没有考虑公司的价值最大化, 没有考虑广大中小股东的利益, 仅仅考虑如何迎合大股东的需要。从价值最大化的意义上说, 我们的上市公司在股利支付方面不是 / 公众公司 0, 而完完全全成为了大股东的 / 私人公司 0。

#### 四、结论

上市公司为什么要支付股利? 传统的公司股利政策理论实际上都没能完整地解释清楚 / 股利之谜 0。最近美国学者 Baker和 Wurgler (2004a、2004b) 提出了股利迎合理论, 从行为财务的角度出发, 认为公司支付股利的主要原因在于, 管理者为了提高股价理性地迎合了股东对股利不断变化的偏好。本文认为, Baker和 Wurgler提出的股利迎合理论忽略了上市公司股权结构的特征, 在一个中小股东法律保护较弱的市场中, 对于股权相对集中的上市公司, 大股东存在利用股利剥削中小股东的动机, 作为股利供给方的上市公司所制订的股利政策往往只迎合了大股东的股利需要, 而忽视了中小投资者的股利需要。本文以 1994年至 2005年间我国深圳和上海的 1300多家上市公司为样本, 从股利迎合理论的重新检验入手, 基于我国上市公司股权结构特殊性进行了深入研究, 研究结果表明, 我国上市公司的股利支付与流通股股东的偏好是相背离的; 研究进一步证明: 公司的股权越集中, 不但支付股利的可能性越大、支付现金股利的可能性也越大, 并且可能支付的金额也越多; 从各年总体上看, 公司的股权越集中, 股利支付意愿和现金股利意愿也越加明显。可见, 我国的上市公司股利政策没有考虑广大中小股东的利益, 而仅仅考虑如何迎合大股东的需要。本文的研究既是对股利迎合理论 Baker和 Wurgler (2004a、2004b) 的一个有益的扩展, 同时也从一个新的理论角度验证了国内关于大股东剥削的文獻。

#### 主要参考文献

- 陈信元, 陈东华, 时旭. 2003. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究. 管理世界, 8: 118~154
- 胡国柳, 黄景贵. 2005. 股权结构与企业股利政策选择关系: 理论与实证分析. 商业经济与管理, 12: 3~8
- 原红旗. 2001. 中国上市公司股利政策分析. 财经研究, 3: 33~41
- 王舒曼, 齐寅峰. 2005. 现金股利与投资者偏好的实证分析. 经济问题探索, 12: 65~71
- 肖珉. 2005. 自由现金流量、利益输送与现金股利. 经济科学, 2: 67~76
- Baker, M. and Wurgler, J. 2004a. A Catering Theory of Dividends. the Journal of Finance, Vol. LX, No. 3, 1125~1165.
- Baker, M. and Wurgler, J. 2004b. Appearing and Disappearing Dividends: the Link to Catering Incentives. Journal of Financial Economics, 73, 271~288.
- Fama, E. F. and French, K. R. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? Journal of Financial Economics, 60, 3~44.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer and R. Vishny. 1999. Corporate ownership around the world. Journal of Finance, 54, 471~517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer and R. Vishny. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of Finance, 55, 1~33.



## English Abstracts of Main Papers

### Study on Gradual Process and Economic Consequences of Fair Value Measurements Application and Extension

Wang Hai

In order to help the professional accountants understand the background of fair value integrally, the paper analyzes the root reasons of why fair value was introduced from the perspective economics and social science. The paper also discusses the economic consequences and dilemma it faced with when applying to non-listed company. Therefore, the paper argue that we should enact ordination on compulsive information disclosure. Furthermore, we should draw more research efforts on the case study for the fair value application and extension.

### The Economic Consequence of Government Regulation on Accounting Information Disclosure: Empirical findings from Chinese Security Market

Li Wenjing

Using the stock return model and earnings persistence model, the article examines how the credit-file system established in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange impacts the improvement of accounting information quality of listed companies, and evaluates effects of government regulation on security market by selecting accounting conservatism as an indicator of accounting information quality. Our findings indicate that the credit-file system enhances the quality of accounting information to a certain extent, but the result is not as significant as expected. This illustrates that government regulations on securities market take effect to some extent which achieves the goal of reducing accounting frauds and enhancing the market mechanism.

### Theoretical Framework for Finance

Jiang Yingbing

Setting up the theoretical framework for finance help define key financial issues (problems) and basic financial concepts deduce the general financial principles and conclusions. Such a theoretical framework can provide a basis for researching the basic topic and the analytical methods in finance under the dynamic financial environment. The framework can be further developed, enriched and improved by incorporating much specific influencing factors.

### Questionnaire Survey of and Analysis on Financial Control in Chinese Enterprise Groups

Yao Yi et al

This paper makes a questionnaire survey for Chinese enterprise groups financial control. The survey counts the usage frequency of the common control measure in enterprise groups. Among the trust degree between the parent-son companies, the highest is reward encourage, the lowest is investing and financing management. Although budget management has been widely accepted by enterprise groups, but the satisfaction degree of budget control is lower. From the efficiency evaluation point, the budget setting difficulty is negatively correlated to the control system efficiency. And the investment right and warrant right of son-company is also negatively correlated to the control system efficiency. That is to say, these two rights are always controlled by the parent companies which have the better control system efficiency. Moreover, the higher control system efficiency enterprise groups, the lower satisfaction degree of internal auditing and investment center.

### To Whom Do Public Corporate Dividend Policies Cater?

### ))) An Empirical Evidence from Chinese Public Corporations

Huang Juanjuan & Shen Yifeng

Why do public corporate pay dividend? Tax theory, information model and agent hypothesis, all these traditional theory can not explain the dividend puzzle drastically and profoundly. Recently, a explanation of dividend brought forward called catering theory from behavior corporate finance by Mr. Baker and Mr. Wurgler, two American scholars. It is said that the reason why corporate pay dividends is to raise the stock price. Rational managers will cater to shareholders changing demands for dividends. We started with the re-examination of catering theory, and then we cover the particular equity structure into our research. We found that the catering theory can not explain Chinese public corporate dividend policy. Managers cater to large shareholders demand instead of whole shareholders. The demands of small and middle shareholders are ignored. The aim of corporate has departed from value maximization.